

发展外商风险投资基金的制度障碍及克服构想

刘志云

(厦门大学 国际经济法研究所,福建 厦门 361005)

[摘 要] 通过对现有外商风险投资制度的考察,结合国外先进的立法经验,从“出资限制”“有限合伙制”“投资者资格”“业务监管”“税收优惠”等角度,对外商风险投资基金的科学制度设计提出初步构想。

[关键词] 风险投资; 外商风险投资; 风险投资市场

[中图分类号] F832.6

[文献标识码] A

[文章编号] 1672-5956(2003)04-0041-05

The Barrier and Reform in Law on Foreign Venture Capital

LIU Zhi-Yun

(International Economic Law Institution, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: The author argues the regulations about foreign venture capital which has taken effect is an important factor, the defects of which have hindered boom. So the author suggests there are many aspects which have to be reformed in the regulations about foreign venture capital, including the limitation of shareholder, the control of management, the choice of fund formation, the preferences in tax, and so on.

Key words: venture capital; foreign venture capital; the market of venture capital

一、发展外商风险投资基金的制度障碍

自 20 世纪 80 年代外商风险投资基金进入中国以来,外商风险投资基金在国内获得了一定发展。截止到目前,在国内已开展业务的 180 家风险投资公司中,约有 60 家是外资公司,占 1/3 强^[1]。但跟中国高科技产业发展的强劲需求及四处寻觅商机的国际风险资本的庞大数量相比,外商风险投资基金在国内发展明显滞后。

一方面表现为实际投入境内风险项目的资金数量不足,估计总数只有 6~10 亿美元,而美国仅 2000 年就达到 600 亿美元^[1]。同时,跟“朝阳产业”不相符的是,外商风险投资基金这几年在国内出现大面积亏损。另一方面我们必须注意到的

是,尽管进入中国风险市场的外国风险投资基金数量不少,但真正主流的国际风险投资基金并没有来到中国,目前进入国内的国际风险投资机构,几乎都是欧美高技术公司进入中国后形成的投资部门与港台日韩及东南亚地区的风险投资基金,它们在资金规模和实际影响方面很难与国际主流风险投资基金相提并论^[2]。

尽管造成这种局面的原因有很多,但国内起保障和引导作用的外商风险投资基金领域的法律制度的缺漏显然是重要原因。客观地讲,外商风险投资基金在中国面临着比内资风险投资更艰难的制度环境,它们除了面对本土风险投资者所面对的《公司法》《合伙企业法》等制度障碍外,还要受到外资法的限制。而外商风险投资基金进入中

[收稿日期] 2003-06-03

[作者简介] 刘志云,1977 年生,男,江西瑞金人,厦门大学博士生。

国并不在于办实业、生产产品并创造利润,它们投资的产品恰恰是不断增值的企业的产权,并且在产权交易的过程中实现收益。目前,中国相关法律对这种游戏规则缺乏适用性,并存有重大缺漏,致使“许多得不到许可证的海外风险投资基金只有打擦边球,在海外注册公司,在中国寻找机会。利用高增长并不断创新的中国机会,借助海外成熟且有保障的产权市场,来艰难运行它们的游戏规则。这种风险投资经营模式的大部分都要在海外完成,而在中国做的只是其中一个环节,所以,根本还谈不上在中国发展真正意义的风险投资业”^[3]。

事实上我国政府也觉察到这点,近几年加快了风险投资领域的立法工作,对于引导与规范外商风险资本的立法更走在前列。如对外贸易经济合作部、科学技术部、国家工商行政管理总局联合颁布并于2001年9月施行的《关于设立外商投资创业投资企业的暂行规定》(以下简称《暂行规定》),对目前外商风险投资基金发展的制度瓶颈取得一定突破。由于立法经验的欠缺与疏忽因素的存在,引致许多不尽如人意之处,有加以探讨其重构的必要,以求对立法革新及外商风险资本高效进入中国资本市场有所裨益。

二、克服外商风险投资基金的制度障碍的构想

科学的外商风险投资基金制度是一个相互协调、构筑精密的庞大体系,涉及到市场准入、业务监管、投资资格、外汇、税收制度等多方面。欲克服现有外商风险投资基金的制度障碍,创建科学、高效的全新制度体系,结合《暂行规定》的相关内容,我们可以从以下各方面入手。

1. 引进折中资本制

现行《公司法》第23条第1款规定,“有限责任公司的注册资本为在公司登记机关登记的全体股东实缴的出资额”,同时第12条规定公司对外投资不得超过净资产的50%。而《暂行规定》第7条规定:“投资者可以根据合同的约定分期缴纳出资。首期出资不得低于各自认缴出资额的15%,且应当自外商投资创业投资企业营业执照签发之日起3个月内缴清。其余出资应自外商投资创业投资企业营业执照颁发之日起3年内全部缴清。”同时第12条规定,允许其在国家鼓励和允许外商投资的高新技术领域及国家批准的其它领域以全部自有资金进行投资。这对于公司法即时实收资

本制及对外投资50%的自有资本限制显然是一重大进步,但仍然缺乏对风险投资特殊性质的考虑,对于外商风险投资基金的发展极为不利。

在国外,风险投资基金大多采取承诺制,即风险资本提供者在设立风险投资公司时,并不需要全额投资到位,只需要拿出少量资金组建风险投资管理公司,对风险投资管理公司作出投资承诺,待风险投资管理公司寻求好投资项目之后,投资者才向所选择的投资项目投资。这样就避免在风险投资公司选择好投资项目进行投资之前这样一段(往往是很长时间)时期内,风险资本被无效率闲置,其资本利得的压力迫使一些风险投资公司作非风险投资的考虑^[4]。而《暂行规定》中三年的法定限制显然埋下发生上述问题的伏笔,与承诺资本制存在差距。考虑到防止外商虚假出资的投机可能,笔者认为各国公司法晚近发展的折中资本制在现有国情下,对规范公司制外商风险投资基金比较适宜,即规定公司成立时必须缴足注册资本的法定比例,而其余数额可由公司股东会或董事会在公司实际发展需要时作出募集决定,这显然有利于克服上述问题。

2. 完善中外合作制风险投资基金的组织形式

风险投资基金本质上是一种主要通过金融与高科技的密切结合的企业,具有市场定位层次高、资本运作方式开放、多元、资金流动性强、重视规避风险、在高风险中赢取高利润等特征,因而拓宽资金筹集渠道、高强度的激励机制、约束和强化道德风险、有限存续期和透明度、强制性分配措施以及合法规避税负等成为其能否健康发展的关键,有限合伙恰恰能有效地解决这些对风险投资业具有决定性影响的问题。事实上,有限合伙制是风险投资基金组织形式的理性选择,也是被国际风险投资经验证明最有效率的治理形式,并占据极为重要的地位,在美国,有限合伙制约占风险投资组织总数的80%,信托基金制约占总数的19%,公司制只占1%^[3]。由于我国《合伙企业法》对有限合伙制的禁止,导致了到目前为止包括内外资风险投资基金几乎都是采取公司制形式。

有限合伙制在《暂行规定》中获得突破,表现在其第15条规定:“以不具有法人资格的中外合作企业形式设立的外商投资创业投资企业,投资者可以在合作合同中依据国际惯例约定内部收益分配机制。以有限责任公司形式设立的外商投资创业投资企业,投资者可以在章程中依法约定给予管理人员的业绩报酬。”同时第16条规定:“以

不具有法人资格的中外合作企业形式设立的外商投资创业投资企业的投资者可以在合作合同中约定至少有一名投资者对外商投资创业投资企业的债务承担连带责任,其他投资者以其认缴的出资额为限或按合作合同约定承担责任。”这种规定表明,不具有法人资格的中外合作风险投资公司的运营模式可选择接近国际风险投资业占主流的有限合伙制,从而避开《合伙企业法》对风险投资采用有限合伙制运作的限制。但《暂行规定》对有限合伙制的立法不足,尚需弥补:

第一,立法过粗,未能对合作企业的治理结构作出详细规定,不能更好地起到法律的指导作用。例如,应对合伙制风险投资基金规定强制分配制度,即应将企业当期收益进行即期分配,这样有限合伙人能每年从企业发展中获取回报,并制约企业可供再投资的资金,从而有利于有限合伙人对普通合伙人的约束,保障资金的安全性^[5]。

第二,对外国投资者规定的3%最低投资额限制不合国际惯例,无法引进具备先进经验与管理理念的外国风险投资家做普通合伙人。美国《有限合伙法》中,作为普通合伙人并承担管理责任的风险投资家只要出资1%即可,而《暂行规定》第5条第1款规定“对外商投资风险投资企业的出资不少于投资者出资总额的3%”。事实上,我国早已不是投资资金短缺国度,管理人才的缺乏才是制约风险投资业发展的重大瓶颈。引进外资风险资本的更本质意义不应盯住资本本身,而应着眼于能娴熟操作风险投资机制的外国风险投资家的先进经验与管理理念,并利用其在国际市场上寻找风险投资资本推出的高效途径。故此,笔者以为应将3%下限改为1%。

第三,有限合伙制的重要吸引力是其能避免双重征税的累赘,从而极大降低运作成本。按照现行企业所得税法,合伙企业仍需缴纳企业所得税,这样不具有法人资格的中外合作制风险投资基金享受有限合伙制的避免双重税收的优势无从体现。而按照《外商投资企业和外国企业所得税法》及相关法规,对不组成企业法人的中外合作经营企业,由合作各方分别计算纳税,合作中方按内资企业有关税收法规缴纳企业所得税;对合作外方应视为外国公司、企业和其他经营组织在中国境内设立机构、场所,按照《外商投资企业和外国企业所得税法》的规定缴纳所得税,但不得享受外商投资企业的税法优惠待遇。按此规定,中外合作制风险投资基金的外资方似乎可避免双重征税,

可又不得不以放弃享受国家对外商投资企业的税收优惠为代价,从而制约风险投资者的进入热情。凡此种种,都说明中外合作制风险投资基金形式与真正的最具效率性的“有限合伙制”颇具差距。鉴于此,笔者以为企业所得税法必须早日修改,将合伙企业排除所得税的纳税对象范围。另外,不具有法人资格的中外合作制风险投资基金的外资方也应能享受国家对外商投资企业的税收优惠。

3. 降低外国投资者的过高准入门槛

风险投资是涉及到多数投资者权益的行为,投资业务是一项集宏观经济知识、企业管理经验与资本经营技能于一体的智能型业务,公司管理人的专家管理水平是投资公司运作成功的关键。故有必要对投资公司发起人与管理人的资格作出特别规定,以确保发起人与管理人能够真正对投资公司承担起发起责任与管理责任^[6]。《暂行规定》第5条、第6条分别对发起人与管理人提出资格要求,但对外国投资者所设立的准入门槛显然过高,极其不科学,并实质上排斥专门的风险投资管理公司的设立,同时也排斥外国风险投资家做普通合伙人等。

《暂行规定》第5条第2款规定:“至少有一个外国投资者申请前一年净资产额不低于1亿美元……出资不少于2000万美元”;同时第3款又规定:“其他外国投资者……出资不少于1000万美元”。投资者要有1亿美元资本才能投资2000万美元以上,不知这是什么逻辑?即使是出于保证投资者资本雄厚、能抵抗风险,也不用强制超出8000万;这是否能起到保证投资者抵抗风险能力同样遭致疑问,因为其只能要求外国投资者在申请前“净资产不低于1亿美元”,却无法保证其申请后及其经营中继续保有。毋庸置疑,如此高的准入门槛其结果是限制了大量的外国风险投资者的进入,并造成资本空置的浪费。据统计,目前我国风险投资基金实际投入风险企业的资本只占其注册资本的10%左右^[7]。可见,《暂行规定》提出过高资本金要求只能加剧这种现象。故此笔者以为应将外国投资者的准入门槛降低,尤其是考虑到成立专门的外商风险投资基金管理公司与咨询公司所需低资本的性质,以及引进先进风险投资家做普通合伙人的目的,对外国投资者的自有资本要求应该更加降低。

4. 完善对外商风险投资基金的业务监管

由于外商风险投资基金本质上属于金融企业性质,为维护金融秩序的稳定,各国对其均有一定

程度的监管,一般将业务限于采用普通股、优先股及可转换债券等对高新技术企业投资、为其他风险投资基金代理投资、股权转让、融资咨询、提供融资担保、参与风险企业管理等等。《暂行规定》第12条与第13条对外商风险投资基金企业的业务作出了积极性列举与禁止性限制,但其立法科学性欠缺,并存有诸多立法缺漏,急需弥补。

第一,有些条款不合理,需要改进。如第13条规定外商风险投资基金不得用贷款进行投资,这实际上严重制约了风险投资资本的筹资渠道,因为在国外风险投资公司确定投资项目后向银行贷款是很流行且有效率的做法。《暂行规定》似乎是为银行业务的安全性考虑,但实际效果是制约了银行业务与投资业务的扩张,有悖于风险投资的客观运行规律,最终是对渴望风险投资资本注入的高新技术企业的扼杀。实际上为确保银行业务的安全性,只需在贷款担保方面作出较严格要求即可。同时,该条还规定外商投资创业投资企业不得用非自有资金投资与提供贷款担保,这也制约了外商风险投资基金的业务拓展,依照国际惯例,风险投资企业受托管理其他风险投资基金及提供贷款担保是其主要业务之一。

第二,对外商风险投资业务监管的一些关键性规定立法缺漏。如,未规定外商风险投资基金投资总额的一定比例必须投资于高新技术企业;未规定应实行投资组合方式,即对于特一企业或单一项目的投资比例不宜过高,以降低业务风险等。对此,法国1972年的立法规定很值得我们借鉴,即为享受各项优惠,风险投资基金自成立6年内投资于“创新”项目必须占总投资的80%;对单一项目的投资不得超过总资产的20%;其投资组合的数量每三年增加33%等^[8]。

第三,对于风险投资股权的特别控制权未作规定。风险投资基金通常并不寻求对风险企业控股,但为降低业务风险,一般需要参加风险企业的管理、咨询及决策等。依《公司法》及外资企业法有关股东按投入企业的资本额享有资产受益、重大决策和选择管理者等权利的规定,风险投资基金与风险企业(即风险投资基金所投资的企业)之间的权利与义务产生高度的不对称性,即投资公司一旦对企业进行投资,就意味着它将原本由它直接控制的资产出让给了所投资企业,并不能在风险企业中得到与出资份额相对应的直接控制权。为了克服这种权利与义务的高度不对称性,国外普遍允许风险投资公司在投资时做出特别的

制度安排,如特别控制权普通股、附有投票权的优先股,从而保障风险投资基金的“管理”权益。故此,《暂行规定》必须仿照此作出修改,保证风险投资公司对风险企业享有必要的管理与控制权。

5. 改革外汇管理制度

《暂行规定》未触及外汇管理问题。外汇管理政策对外国风险资本的进入有重大影响,因为只有资本与利润顺利汇出,外国风险投资者的回报才算真正实现。我国目前已实现了经常项目下的人民币可自由兑换,但要实现人民币在资本项目下的可自由兑换还需时日。这将使外商风险投资基金在外汇方面遇到三个问题。

第一,由于我国对包括资本项目下的外汇流出实行严格的审批和限制制度,会给境外投资者的基金利得汇出带来困难,影响他们对我国投资的积极性。因此,中央银行有必要针对合作风险基金的利得汇出、基金赎回制定相应的管理办法。风险投资从投入到收获要经历较长的时期,基金利得的汇出近一二年内不会发生,因此国家对一些获利较快的基金应给予优惠政策,鼓励外方将基金利得继续投资于国内高科技风险投资业,使基金利得汇出问题得以缓解^[9]。

第二,外资通过外商风险投资基金进入国内时需要配套人民币资金,这将加大国内货币存量,增大通货膨胀的压力。考虑到外商风险投资基金的特殊意义,中央银行在制定货币政策时,应将其纳入国家宏观管理范围。对外商风险投资基金的发行规模、投资方向、合作期限、币种等事先作出安排,减少负面影响。

第三,对境外投资者来讲,汇率风险不可避免。我国外汇交易方式主要是即期交易,缺乏灵活的外汇交易避险工具,基金获得以人民币表示并实现的较高收益,会因汇率变动而受影响。为了减少投资者因缺少避险工具所承担的风险,在现有条件下,应增加外汇交易方式,不断完善外汇市场^[9]。

6. 构造合理的对外商风险投资基金的税收激励机制

风险投资是一个“脆弱”的高风险性行业,税收措施直接影响着风险投资者的预期收益,税收优惠将对风险投资者与风险投资基金的投资决策起直接鼓舞作用,因而也成为政府调控风险投资的有力杠杆,为世界各国普遍采用。我国现有的对外商风险投资基金的税收优惠规定不统一,立法互相矛盾,且优惠设计低效率。

国务院在 1991 年 3 月 6 日颁布的《关于批准国家高新技术产业开发区和有关措施规定的通知》附件三,即《国家高新技术产业开发区税收措施的规定》,对设在高新技术产业开发区内的风险企业,其所得税、增值税与关税都享受一定的税收优惠。但该附件第 2 条规定:“本规定的适用范围,限于经国务院批准设立的高新技术产业开发区内被认定的高新技术企业。”即前述对风险企业的税收优惠并不适用高新技术产业开发区内的内外资风险投资基金。在许多地方法规中,对内外资风险投资基金的税收问题,规定可比照适用高新技术企业的税收优惠措施。如深圳市人民政府于 1998 年 2 月 9 日发布的《关于进一步扶持高新技术产业发展的若干规定》第 4 条:“鼓励国内外风险投资机构来我市设立风险投资机构。凡在我市注册、对我市高新技术产业领域的投资额占其总投资额的比重不低于 70% 的,比照执行高新技术企业税收及其他优惠措施。”

另外,虽然国家层面对内外资风险投资基金没有统一的税收优惠措施,但对外资风险投资基金,国家却另有“税收优惠排除”措施。即在 1995 年颁布的《关于外商投资企业从事投资业务若干税收问题的通知》中,对专门从事投资业务的外商投资企业适用税收优惠问题有这样的规定:投资

公司按照有关法规从事投资业务及与投资有关的其它业务(包括为接受其投资的企业提供管理、培训、代理等服务业务),不应享受生产性外商投资企业的有关税收优惠待遇。按照此规定,国家对外资高新技术企业的税收优惠也不能适用于外商风险投资基金。显然,这与前述地方法规的规定相矛盾。

因此,协调不同法律之间的矛盾,规定全国统一的外商风险投资基金税收优惠措施已是当务之急。出于促进外商风险投资发展的需要,《关于外商投资企业从事投资业务若干税收问题的通知》的“优惠排除”措施不可取。我国现行对高新技术产业的税收优惠设计也有其低效性弱点,表现在对风险企业的税收优惠品种单一,局限于所得税、营业税等领域,并且减免税的范围太窄,税收扶持力度跟不上风险投资业发展的特殊需要等。所以仿照前述地方法规的“比照高新技术企业的税收优惠”立法也不妥当。现行对生产型外商投资企业的税收优惠措施甚为高效,笔者认为对外商风险投资基金的税收优惠措施可参照其规定执行。具体包括:所得税优惠税率调低与优惠期延长;调低资本利得税;投资于企业的股权出让的收益免交所得税;对其所投资的高新技术企业增加增值税优惠并采取加速折旧;等等。

[参 考 文 献]

- [1] 王凌旭. 中国风险投资业大扫描[N]. 人民日报:海外版, 2001-09-22(8).
- [2] 胡永权. 国际主流创投基金为什么不来中国[J]. 科学投资, 2002, (2): 71-72.
- [3] 李娜. 中国风险投资的旋律[N]. 人民日报:海外版, 2001-03-24(7).
- [4] 徐行. 有限合伙企业制度与我国风险投资企业模式选择[J]. 社会科学, 2001, (7): 64-68.
- [5] 叶翔. 美国产业投资基金的发展和我国的现实选择[J]. 产业论坛, 2000, (11): 41-43.
- [6] 张东生, 刘健钧. 中国创业投资基金组织结构与立法模式探讨[J]. 金融研究, 2000, (6): 9-15.
- [7] 孙莉. 我国创业资本现状分析及创业投资基金的发展思路[J]. 投资研究, 2001, (5): 21-24.
- [8] 何峥. 中国风险投资发展研究[N]. 国际金融报, 2000-12-28(7).
- [9] 叶晓凌. 关于建立中外合作风险投资基金的设想[J]. 投资研究, 2000, (3): 43-45.

[责任编辑:张子中,刘炜]